

经济政策面偏多 避险情绪共振 债券配置价值凸显

□本报记者 张勤峰

8日,债券市场出现较大波动,早上仍阳光普照,利率齐降,午后风云突变,利率蹿升。市场人士指出,在权益市场出现局部流动性不足后,债券资产可能成为资管机构的变现出口,因此也受到一定牵连,且情绪不稳容易放大此类波动。但是,当前银行体系流动性充裕,在宽货币的支撑下,利率仍处下行趋势,近期内外避险情绪共振,债券需求也在增多。总体看,债券流动性充裕,供需有边际改善,加上短期利好因素较多,利率不具大幅上行空间,短期异常波动只会增加中期投资价值。

避险需求催热债券交易

在权益市场出现剧烈波动之际,沉闷许久的债券市场因为避险属性而重新受到资金的青睐。6月底以来,债市迅速回暖,尤其是长债收益率出现更快的下行,推动收益率曲线出现牛市平坦化的修正。利率市场上,据中债到期收益率曲线显示,10年期国债收益率在7月2日至7日的四个交易日里下行行了18bp,10年期国开债下行行了20bp。与此同时,长端收益率下行幅度超过短端品种。近期债券市场回暖,首要因素是货币流动性支持。毕竟6月下旬以来,先有央行重启逆回购,紧接着实施“双降”的铺垫,跨季后流动性环境仍在持续转暖。但曲线平坦化的形变,则表明流动性不是唯一的驱动因素。业内人士认为,内外避险情绪的共振,可能在近期债市回暖过程中起到了更关键的作用。7月以来,外有希腊债务危机发酵,内有A股持续剧烈调整,此时美国、德国及中国的长期债券收益率纷纷走低,遥相呼应,凸显出避险情绪在全球范围内升温。

■交易员札记

□鄞州银行 段苏

7月8日,债市从乐观到悲观、从大涨到大跌,一天之内经历了从牛到熊的极致体验。直到尾盘时,市场情绪有所恢复,收益率逐渐趋稳,较开盘利率上行约10BP,较上日收盘利率略上行。当日流动性整体依旧宽松,但券商、基金的流动性可能较紧。从银行间市场来看,流动性适度宽松,各期限质押式回购利率基本稳定,隔夜、7天分别为1.18%

□国海证券 范小阳

股市救市政策出台后,债券收益率快速下行,10年期国开债下行20BP左右。究其原因,一方面是因为短期市场避险情绪推动,另一方面也有资金回流债市的因素,比如打新基金等资金的配置力量。短期来看,债券市场会比较乐观一些,存在交易性的机会,主要品种可以关注流动性较好的高等级或中短期债券。但是从中期的角度分析,债市投资仍需谨慎。

在资金面依然宽裕的情况下,随着企业盈利的改善,未来权益类仍将是大类资产中表现较好的资产,而且IPO也只是暂缓,资金短时间内不会从较乐观大量转向债市。另外,资金从股市向债市切换的时间也不确定:目前资金最充裕的打新基金往往会有优先端锁定期的条款,

■观点链接

国泰君安证券:
避风险 加债券

债券避险价值凸显,利率债、中高等级、短久期的城投和产业债等安全资产受追捧,高收益品种短期仍受风险偏好下降而走弱。IPO暂停,部分打新资金暂时重回债市,配置方向主要是金融债或短期信用债;银行理财的部分资金参与二级市场结构化产品的情绪会下降,将主动降低风险偏好,腾出一部分仓位配置票息较高的信用债;股市收益大幅降低,会倒逼一部分投资者降低风险偏好和预期收益,在资产配置上增加债券型产品的配置权重。从流动性和风险偏好角度来看,目前没有迹象表明股市去杠杆带来的流动性紧张传染到债市,而未来投资者的风险偏好很可能出现回落,因此资产配置的风向可能重回债券市场,债券收益率的一波下行可以期待。同时,股市连续下跌引发宏观和微观流动性风险担忧上升,可能是不利于债市的潜在因素。

近日银行间长债收益率重新走低



业内人士指出,在权益资产出现剧烈波动的背景下,固收资产成为避风港,不少资金涌向债券市场寻求避险。特别是,前期股市行情火爆,IPO打新无风险收益可观,吸引了大量的银行体系内资金投向诸如股票质押融资、打新基金等股市的类固收产品,目前A股行情出现反复,且IPO暂时陷入停滞,暂不说可能带来增量投资需求,至少可减轻股市对债市资金的虹吸效应。

分析进一步指出,近期A股市场剧烈波动,增添了市场对未来经济复苏前景的忧虑。因股市财富效应湮灭会冲击心理预期,消费者减少支出和企业缩减投资都是大概率事件,这会加大下半年稳增长压力。而无论是从现阶段防范金融风险,还是中长期稳定经济增长考虑,都需要适度宽松的流动性环境和政策氛围支持,因此,股市的波动强化了货币宽松的取向。总之,“经济弱、货币松”的预期进一步巩固,有利于债券牛市行情延续。

值得一提的是,5、6月份,地方债发行启动后带来的增量供给压力与宽财政稳增长预期,曾长时间主导市场,致使

和2.53%。但券商由于股权部门筹集大量资金用于股市,基金由于面临大规模的赎回,而且很多个股丧失流动性,导致流动性出现局部问题。但整体来看,流动性尚不至于出现危机。

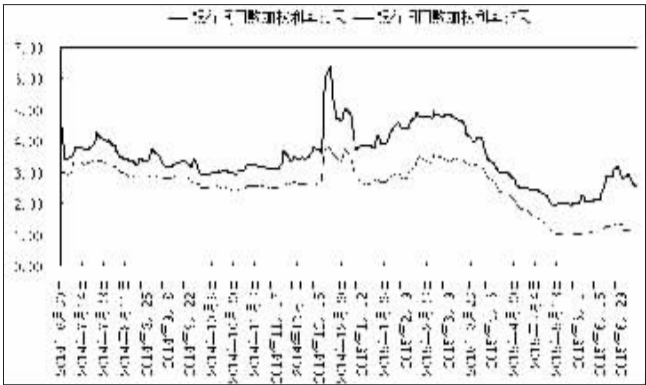
利率债首当其冲,收益率大幅波动。早盘时,由于股市继续下挫,债券的避险价值受到追捧,收益率大幅下行。流动性最好的10年期国债150005和10年期国开150210最低成交在3.37%和3.8%,分别下行5BP和12BP。但午后后,

而且也设定了不同的赎回费率,资金能否很快切换进入债市并不确定。因此,分析债市走势的核心决定因素还是要关注基本面和政策面。基本方面方面,下半年经济有望企稳。地方政府并不缺少项目,发改委去年10月以来批复了上万亿项目,政府也确定了七大工程包和四类新工程包,随着债券资金和财政资金加速补充地方政府的项目资本金,下半年投资增速会逐渐回升。第三产业表现可能会持续好于第二产业,2010年以来,第二产业对GDP贡献度下降,第三产业贡献度提升,统计局服务业PMI、第三产业用电量等指标都说明目前第三产业的增长还比较好。因此,预计下半年GDP会逐步回升,全年实现7%左右增长的压力较小,CPI也将回升。明年上半年经济和通胀还将进一步回升。

广发证券:
债市有望迎来增量资金

今年上半年,股市高涨和地方政府债务置换导致债券资产配置边缘化倾向显著,债券市场陷入存量资金的困局。未来,股市回调和基本养老金入市将打破存量资金困局,增量资金将驱动债券市场走牛。随着股票市场的迅速回调,新股上市涨幅预期将回归正常水平,而IPO暂停更是导致打新基金收益成为无源之水。股票市场类固收资产预期收益将有所下行,而高收益资产规模也在显著萎缩。类非标资产的影响,股市下行将驱动固收投资者调低预期收益,从而化解债券资产的劣势。银行理财是最重要的固收投资者,随着股市趋弱,银行理财收益率将承受下行压力,从而提升债券资产的配置价值。尽管基本养老金入市仍需一段时间的等待,但是债券市场的增量需求已经明确。随着增量需求的逐步体现,债券收益率有望显著下行。

货币市场利率稳步回落



长债表现持续低迷。而当前经济隐忧加大、避险需求增多,经济预期与供需格局都出现有利变化,由此解释了长债利率快速下行、期限利差收窄的现象。

异常波动提升债券价值

不过,目前的债券市场仍有不少“隐忧”。首先,地方债供给高悬在上,城投部门融资放开及权益融资暂时停滞,意味着信用债的潜在供给可能增多。在未来很长一段时间,供给仍会是长债利率下行的阻碍。

其次,短期内,由于股市出现局部流动性问题,债券资产因流动性相对较好,可能成为部分投资者获取流动性的出口。7月8日,债券市场已经出现这一苗头。据交易员反映,当日债券市场出现较大波动,早上仍阳光普照,利率齐跌,但午后风云突变,利率蹿升。Wind行情数据显示,8日银行间债券市场上,待偿期接近10年的国债150005开盘成交在3.38%,较前日尾盘下行7bp,早盘最低成交到3.30%,下行幅度达到15bp,但临近午盘成交利率快速走高,一度成交在

券商和基金开始大规模抛售,带动市场恐慌情绪,流动性好的利率债最先受到冲击,收益率开始大幅上行。150005和150210的收益率最高上行至3.46%和3.94%。尾盘时,情绪趋于平稳,收益率略有回落。

城投债的相对配置价值受到认可,成交活跃。在各类债券中,城投债的收益率在5%-6%,而相比于同评级的产业债,风险相对可控,因此而再次成为理财资金的刚性配置品种。剩余期限6.7年的

政策方面,目前货币政策的力度已经足以支持经济的企稳,没有进一步放松的必要。资金利率处于低位,贷款利率已经是1989年以来的新低,企业投资动力也有望逐步恢复。根据央行的研究,货币政策时滞约5-9个月,财政政策时滞约5个月,今年下半年和明年上半年将是政策效果的集中体现阶段。管理层多次表达了对不希望强刺激而引发高杠杆风险的态度,6月底的定向降准和降息主要是应对股市风险,所以,未来政策主动大幅放松的可能性不大,政策重点会转向疏导政策传导渠道。另外,中国经常账户顺差占GDP比重已经下降至2%附近,说明人民币汇率已经处于均衡水平附近,预计人民币会维持与美元的相对稳定,在资本部分自由流动的情况下,央行需要放弃部分货币政策主动权,因此美联储的加息会制约国内的放松空间。

债市中期仍需谨慎

预计下半年债券收益率整体会有所抬升。首先,从短期债券收益率看,2003年以来,下半年的资金利率大多会出现抬升,资金利率季节性的小幅抬升可能会促使短期债券的收益率出现波动。但是在政策仍维持偏宽松的情况下,资金利率上行幅度不会很大,短期品种仍能获取一定的持有期收益;其次,中长期债券收益率在经济企稳预期和供给增加的冲击下将出现一定幅度的反弹。原因是:经济、通胀和货币等主要经济指标将会持续好转,地方政府置换债券规模不断扩张,城投债发行标准明显放宽,下半年债市的供给也会明显增加。建议下半年采取短久期、低杠杆的策略,获取短期品种的持有期收益;中长期品种保持谨慎,关注做空机会。信用债依然以城投类债券为主,产业债需要规避过剩产能和经营不善的行业或企业。

华创证券:
利率债浅尝辄止 信用债趋势更好

短期内利率债受到股市的悲观情绪的推动,而中期利率债的压力并没有丝毫的缓和,本周开始,大规模的供给将恢复发行,交易户的热情难以抵抗供给的压力。近期交易盘入市导致利率下行较快,但是配置盘的需求仍不强,一旦供给开始释放,配置盘和交易盘又会是一对矛盾体,因为交易盘如果把利率做的太低,配置盘的需求也就没有了。此外,需要警惕的是下半年国债增加的可能性。当前利率债的行情完全取决于股市的变化,一旦股市企稳,可能利率债就需要获利了结了。而且伴随着交易盘的入市,获利盘也会逐步累积,建议机构不要等到股市企稳才撤离利率债市场,避开踩踏风险。信用债的趋势可能更好一些。相比利率债是交易盘所为,信用债则更是受到配置盘的需求所带动。估计股市风险偏好的回落是大概率事件,理财对中等信用债的配置

3.64%,尾盘成交在3.48%,上行约3bp。交易员称,午盘券商等机构抛出大量卖盘,导致市场急转直下。这一说法印证了此前一些分析人士的看法,他们认为,当前大量股票停牌或无量跌停,导致基金、券商等资管产品可能通过出售债券变现,来满足客户赎回需求。

不过,当前主流观点仍认为,债券市场不太可能出现剧烈波动。首先,银行体系流动性宽裕,且股市降杠杆及资金回流银行体系,也增加了银行体系流动性的稳定性;其次,债券市场最主要投资者是银行,需求相对稳定,而未来理财资金等基金类机构在股市调整背景下,亦可能增加债券投资力度;最后,央行已重申,将严守不发生系统性、区域性金融风险的底线,有央行作为最终贷款人,局部流动性问题蔓延至债券市场的可能性极小。

市场人士指出,债券利率在经过前几日快速下行后,虽然继续下行可能面临供给等层面的掣肘,但是出现大幅上行的可能性仍然很小,短期异常波动只会增加债券的投资价值,在内外多重有利因素支持下,长债收益率下行仍值得期待。

AA级15九江置地债成交在5.75%,剩余期限4.8年的AA级13新乡债成交在5.1%。

利率债下跌属于错杀,关注买入机会。尽管部分券商、基金的流动性暂时出现困难,但在政策支持下,应不会爆发大规模的流动性危机。而利率债无信用风险,在市场整体风险偏好低的情况下,是良好的避险品种。经过昨日的大跌后,利率债的配置价值提升,建议关注后续的买入机会。

预计下半年债券收益率整体会有所抬升。首先,从短期债券收益率看,2003年以来,下半年的资金利率大多会出现抬升,资金利率季节性的小幅抬升可能会促使短期债券的收益率出现波动。但是在政策仍维持偏宽松的情况下,资金利率上行幅度不会很大,短期品种仍能获取一定的持有期收益;其次,中长期债券收益率在经济企稳预期和供给增加的冲击下将出现一定幅度的反弹。原因是:经济、通胀和货币等主要经济指标将会持续好转,地方政府置换债券规模不断扩张,城投债发行标准明显放宽,下半年债市的供给也会明显增加。

建议下半年采取短久期、低杠杆的策略,获取短期品种的持有期收益;中长期品种保持谨慎,关注做空机会。信用债依然以城投类债券为主,产业债需要规避过剩产能和经营不善的行业或企业。

需求也会持续增强。

上海证券:
增加中高等级信用债配置

经过六月份的盘整后,我们认为七月份债券市场将出现小幅回暖。一方面,在连续的降准降息影响下,目前市场流动性较为宽裕,而当前宏观经济上行动力仍然不足,短期出现流动性收紧的概率较低,因此七月份宽裕流动性格局仍有望持续,这将继续为债券市场营造良好的环境;另一方面,六月份股票市场持续调整,市场风险偏好有所下降,受此影响,债券市场或将受到青睐,债券产品的需求有望增加。在信用利差方面,我们认为市场整体的信用利差水平或将在震荡中小幅上行,市场发生系统性信用风险的概率较小,信用风险事件更多体现为个券风险。建议交易型机构可把握七月份可能出现的交易性机会,适当增加债券配置,尤其是增加高等级品种的配置;配置型机构七月份也可适当加快配置节奏,建议增配中高等级信用债。

货币市场资金面保持宽松

顺利度过年中时点的季节性收紧后,本周以来银行间市场资金面持续趋松。周三(7月8日),货币市场资金价格运行于相对低位水平,市场各方对流动性持续宽松的预期依旧稳定。

数据显示,周三银行间市场隔夜、7天、14天和1个月期限的质押式回购加权平均利率(存款类机构)分别为1.17%、2.53%、2.99%和3.19%。相较于本周二,除隔夜品种微涨1BP外,7天、14天和1个月品种利率分别下行1BP、0.3BP和0.4BP,

人民币汇率延续窄幅波动

7月8日,人民币兑美元汇率延续5月初以来的窄幅波动态势,中间价、即期价涨跌幅均不超过10个基点。市场人士表示,未来一段时间,人民币汇率将保持平稳运行。

据外汇交易中心公布,7月8日人民币兑美元汇率中间价报6.1175,较上一交易日微跌9基点,继续在6.11至6.12元的狭窄区间内运行。隔夜国际外汇市场上,受希腊债务问题担忧影响,避险情绪推动美元指数上涨0.50%至96.74,盘中触及近一个月以来的高位。

境内即期外汇交易方面,8日人民币兑美元即期汇价收于6.2094,较7日微升4基点,仍延续着5月初以来围绕6.20窄幅波动的运行格局。值得一提的是,当日早盘在央行宣布将证金公

7年期国债招标结果偏暖

7月8日上午,财政部对2015年记账式附息(十四期)国债进行了招标,中标利率略好于市场预期。

来自中债网和交易员的消息显示,本次招标发行的7年期国债中标利率为3.30%,边际利率3.36%,全场认购倍数1.85倍,实际发行量为300亿元。此前多家机构为本期7年期国债给出的中标利率预测区间多在3.31%至3.35%,实际中标结果相对偏暖。

交易员表示,本周前两个交易日二级市场国债收益率普遍

农发行新债中标利率高于预期

7月8日下午,农业发展银行对2015年第13至15期金融债进行了最新一次增发。受利率债二级市场午后获利回吐的影响,本次农发行三期新债中标收益率均略高于市场预期。

上述三期债券分别为1年、3年和5年期固息品种,招标规模依次为70亿元、70亿元和160亿元。来自中债网和交易员的消息显示,1年期品种中标收益率为2.7394%,全场认购倍数1.60倍;3年期品种中标收益率为3.5757%,全场认购倍数为1.90倍;5年期品种中标收益率为

■评级追踪

联合资信:调低华天酒店评级展望至负面

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,维持华天酒店集团股份有限公司AA-的主体长期信用等级,评级展望调整为负面,并维持 I3华天MTN001"和 I4华天MTN001"AA-的信用等级。

联合资信表示,跟踪期内,华天酒店集团股份有限公司作为湖南省知名旅游上市酒店,在湖南旅游资源整合中具有优势,有助于提升公司资产流动性。未来,公司酒店业务成长及资产收购计划实施,有助于提升公司整体经营实力。但跟踪期内,公司经营出现亏损,资本支出规模较大,债务负担持续加重,偿债指标明显弱化,短期支付压力加大。

大公:调升垦利石化主体评级至AA

大公国际资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,将山东垦利石化集团有限公司 I4垦利石化MTN001"信用等级由AA-调整为AA,主体信用等级由AA-调整为AA,评级展望维持稳定。

大公表示,山东垦利石化集团有限公司主要从事油、柴油和

资金价格中枢继续保持在较低水平。此外,主流7天期回购利率自上周五见顶回落以来,已连续3个交易日走低。

市场观点普遍认为,当前流动性的宽松格局还将平稳延续。上海证券表示,上周证监会宣布的28只新股IPO暂缓发行,短期打新资金有望回流债市的预期,推动银行间资金利率下行。在央行利率与准备金率双降、逆回购操作以及IPO阶段性暂缓的背景下,短期内资金面将延续宽松格局。(王辉)

司提供无限流动性支持,以维护A股市场稳定后,即期汇价曾瞬间跌至6.2190的日内低点,但很快又返回至6.21上方并维持窄幅波动至当日收盘。

近日随着A股市场持续调整,市场上对于我国货币宽松加码以及股市下跌影响到实体经济的预期有所升温,也使得人民币贬值的担忧有所抬头。不过,分析人士表示,中国资本账户尚未完全对外开放,政府有能力管控住跨境资本流动,因此股市调整对汇市影响较为有限。另外,由于市场预期欧洲央行将采取行动稳定市场,欧元并没有出现恐怖性抛售,美元短期大涨概率也较小。综合人民币国际化等因素来看,未来一段时间人民币汇率有望继续保持稳定运行,621关键价位对人民币即期汇价的支撑明显。(葛春晖)

下行,8日早盘二级市场继续回暖,因此当日上午招标的本次7年期国债中标利率也相应走低。

财政部8日还公告,定于7月15日招标发行2015年记账式附息(十六期)国债。本期国债为10年期固定利率附息债,竞争性招标面值总额300亿元,进行甲类成员追加投标。本期国债利息按半年支付,7月15日招标,7月16日开始计息,7月22日起上市交易。本期国债采用混合式招标方式,标的为利率,发行手续费为承销面值的0.1%。(王辉)

3.7967%,全场认购倍数为2.14倍。此前,中金公司等多家机构为本次农发行3期债券给出的预测收益率均值分别在2.64%、3.38%和3.70%左右,实际中标收益率均高于市场预期。

分析人士指出,虽然此前A股市场持续重挫引发了债市的避险效应,但经过之前几个交易日的冲高之后,市场进一步做多动力也有所不足。昨日二级市场呈现先涨后跌走势,午后回调明显,因此下午招标的本次农发行三期新债未能获得市场热捧。(王辉)

液化气等产品的生产和销售。评级结果反映了地炼企业面临的政策环境明显好转,公司原油保障程度及盈利能力将进一步提高、综合加工能力进一步增强、即将具备国五标准汽、柴油生产能力等有利因素;同时也反映了公司经营受原油价格波动影响较大、经营性净现金流对债务和利息的保障程度仍较低及或有风险仍较大等不利因素。

鹏元:上调襄阳城建主体评级至AA

鹏元资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,对阜阳市城市建设投资有限公司2010年3月发行的公司债券信用等级维持为AA+,将发行主体长期信用等级上调为AA,评级展望维持为稳定。

鹏元表示,2014年阜阳市各项经济指标保持稳步增长,经济结构不断优化,但GDP增速放缓;受益于税收收入以及政府性基金收入的快速增长,地方综合财力较上年有明显提升。截至2014年末,公司在省中土地资产较多,未来出让后可结转一定收入,为公司持续发展提供一定保障;公司持续受到了政府在资产划拨和财政补贴的大力支持。公司提供的应收账款的质押以及土地资产抵押有效提升了本期债券的安全性。(葛春晖 整理)